

Như chúng ta đã biết, trong quá trình sản xuất kinh doanh, doanh nghiệp luôn phải đối phó với rủi ro cho dù doanh nghiệp đang ở giai đoạn nào trong chu kỳ sống của mình: khởi sự, tăng trưởng, bão hòa, hay suy thoái. Rủi ro doanh nghiệp phải gánh chịu chính là những bất ổn, những sự cố không tốt xảy ra làm ảnh hưởng đến doanh lợi của doanh nghiệp, ảnh hưởng đến sự tồn tại của doanh nghiệp. Khi đề cập đến rủi ro, doanh nghiệp luôn phải đối phó với hai loại rủi ro chính là rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính.

Rủi ro kinh doanh là rủi ro tiềm ẩn trong bản thân doanh nghiệp. Nó gắn liền với đặc điểm sản xuất kinh doanh của từng doanh nghiệp, của từng ngành. Những doanh nghiệp trong cùng một ngành thường phải đối phó với những nhân tố gây ra rủi ro kinh doanh là tương tự nhau, bởi vì các doanh nghiệp trong cùng một ngành phải đối mặt với những điều kiện kinh tế khá giống nhau. Rủi ro kinh doanh được định nghĩa như là sự không chắc chắn ở hiện tại về mức doanh lợi đạt được trong tương lai. Số lượng nhân tố gây ra rủi ro kinh doanh cho doanh nghiệp là vô số. Bởi vì rủi ro kinh doanh có thể là sự không chắc chắn về mức cầu ở tương lai đối với sản phẩm do doanh nghiệp sản xuất ra, sự thay đổi trong giá bán, sự thay đổi trong cấu trúc chi phí, sự cạnh tranh, sự tiến bộ của khoa học kỹ thuật, sự thay đổi về tỷ giá hối đoái, những thay đổi trong chính sách điều hành kinh tế của chính phủ... Với những đặc điểm như thế, có thể nói rủi ro kinh doanh là một loại rủi ro mà doanh nghiệp không thể triệt tiêu được. Doanh nghiệp chỉ có thể tác động để làm giảm bớt rủi ro kinh doanh mà thôi.

Còn đối với rủi ro tài chính thì lại khác; bởi vì rủi ro tài chính là loại rủi ro gắn liền với quyết định tài trợ, gắn liền với nghệ thuật tạo dựng cấu trúc vốn cho doanh nghiệp. Rủi ro tài chính xuất phát từ cấu trúc vốn có sử dụng nợ vay; bởi vì nợ vay dẫn đến những khoản chi trả cố định, đó là chi phí trả lãi vay. Mức độ rủi ro tài chính cao hay thấp diễn ra cùng với mức độ sử dụng nợ của doanh nghiệp. Vì thế việc tác động để triệt tiêu loại rủi ro này sẽ được thực hiện thông qua việc tài trợ không sử dụng nợ trong cấu trúc vốn. Tóm lại, giữa hai loại rủi ro mà doanh nghiệp phải đối phó luôn có mối tương quan nghịch biến, hay nói cách khác, nếu doanh nghiệp đang phải đối phó với rủi ro kinh doanh ở mức độ cao thì chắc chắn nhu cầu về rủi ro tài chính phải ở mức độ thấp và ngược lại. Ở đây xuất hiện một xu hướng mà dường như đã trở thành một quy luật. Những doanh nghiệp đang gặp rủi ro kinh doanh cao thì có khuynh hướng sử dụng tương đối ít nợ vay hơn so với các doanh nghiệp khác nhằm giảm thiểu rủi ro tài chính, để từ đó đạt được hợp lý, ổn định trong rủi ro tổng thể (bao gồm rủi ro kinh doanh và rủi ro tài chính). Ngược lại trong trường hợp rủi ro kinh doanh thấp thì các doanh nghiệp lại có khuynh hướng sử dụng nợ tương đối nhiều hơn. Từ những lập luận trên cho thấy: khi đưa ra một quyết định tài trợ, không những các nhà đầu tư mà ngay cả bản thân các doanh nghiệp cũng phải xem xét đến những rủi ro mà mình có thể phải đối mặt và điều quan trọng là phải xác định được mình đang ở giai đoạn nào trong chu kỳ sống, để từ đó xác định được một chiến lược tài trợ thích hợp. Vì thế, việc xây dựng mô hình cấu trúc tài chính cho giai đoạn này phải dựa trên việc phân tích và đánh giá về mức độ rủi ro kinh doanh và nhu cầu về rủi ro tài chính cho doanh nghiệp.

Mức độ rủi ro kinh doanh:

Rủi ro kinh doanh trong mỗi giai đoạn phát triển sẽ khác nhau do dòng tiền của mỗi giai đoạn phát sinh với các mức độ khác nhau. Có thể nói trong 4 giai đoạn, giai đoạn khởi sự là giai đoạn có mức độ rủi ro kinh doanh là cao nhất. Vậy tại sao rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này lại cao nhất?

QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM CHIẾN LƯỢC TÀI TRỢ TỐI ƯU ĐỐI VỚI CÁC DOANH NGHIỆP KHỞI SỰ

NGUYỄN THỊ UYÊN UYÊN

Giai đoạn khởi đầu của chu kỳ kinh doanh, khi doanh nghiệp mới bước chân vào cuộc chiến kinh doanh, vốn và kinh nghiệm còn ít, sản phẩm của doanh nghiệp chỉ mới được giới thiệu trên thị trường, thì rủi ro kinh doanh đã xuất hiện. Rủi ro kinh doanh xảy ra do khả năng sản xuất sản phẩm mới chưa chắc có hiệu quả. Nếu có hiệu quả, thì chưa chắc khách hàng tương lai sẽ chấp nhận, và nếu được chấp nhận thì chưa chắc thị trường có tăng trưởng đến một quy mô hiệu quả đủ cho các chi phí triển khai và đưa sản phẩm ra thị trường. Trong khi đó, doanh nghiệp mới khởi sự, đòi hỏi đầu tư vào nghiên cứu và phát triển để cố gắng nắm bắt các sản phẩm mới là rất lớn. Ảnh hưởng ban đầu của các chi tiêu phát triển sản phẩm thường sẽ là sự nhận diện cơ hội thị trường có thể được khai thác bằng một sản phẩm mới hay áp dụng công nghệ mới. Nhu cầu chi tiêu trong giai đoạn này rất lớn, từ chi tiêu phát triển sản phẩm thay thế, chuyển ý tưởng thành hiện thực cho đến chi phí thành lập doanh nghiệp và đặc biệt là chi phí nghiên cứu thị trường trong khi doanh nghiệp chưa có khoản thu nào đáng kể, thậm chí không có. Do đó, dòng tiền thu vào từ doanh thu không chỉ thấp mà còn diễn ra rất chậm nên dòng tiền của doanh nghiệp sẽ bị âm (dòng thu trừ dòng chi) trong nhiều năm liền. Nếu doanh nghiệp không có nguồn tài chính để tài trợ đủ mạnh, ổn định lâu dài thì doanh nghiệp sẽ phải đối phó với rủi ro kinh doanh lớn đó là không thể phát triển, thậm chí là phá sản. Điều này nói lên mức độ rủi ro kinh doanh trong giai đoạn này rất cao, thậm chí cao nhất trong tất cả các giai đoạn phát triển trong chu kỳ sống của doanh nghiệp.

Nhu cầu rủi ro tài chính

Mức độ rủi ro kinh doanh cao thì mức độ rủi ro tài chính cần được giữ ở mức càng thấp càng tốt trong suốt giai đoạn này. Như vậy, chiến lược tài trợ thích hợp nhất trong giai đoạn này là không nên tài trợ bằng nợ. Bởi vì đối với hầu hết các công ty mới khởi sự NPV của dự án thường là dương ($NPV > 0$). Đây chính là kết quả của sự thành công luôn xác định ở tương lai của việc triển khai thành công và đưa sản phẩm ra thị trường. Thế nhưng, do khả năng này xảy ra ở tương lai, còn hiện tại các tài sản làm cơ sở cho doanh nghiệp thế chấp là vô hình, được rải đều ở nhiều thời kỳ khác nhau, khó có thể xác lập rõ. Điều này có nghĩa là chi phí của khó khăn tài chính thường có thể rất cao đối với một doanh nghiệp mới khởi sự. Yếu tố chính, ở đây là xác định tổng tác động của rủi ro việc mất khả năng chi trả là do rủi ro tài chính xảy ra. Điều này

hiển nhiên gia tăng với tỉ lệ tương ứng của tài trợ nợ mà doanh nghiệp sử dụng. Đối với một công ty mới khởi sự, rủi ro này có thể rất cao ngay cả khi chỉ huy động một tỉ lệ tài trợ nợ thấp. Rủi ro cao của việc phá sản có nghĩa là thực tế doanh nghiệp có thể không phát sinh được dòng tiền thu vào nào. Vì vậy, bất cứ mức nợ tồn đọng nào dù chỉ là rất thấp cũng sẽ đưa doanh nghiệp đến tình trạng khó khăn tài chính nghiêm trọng. Bên cạnh đó xác suất để xuất hiện tình trạng lưu lượng tiền tệ âm trước khi sản phẩm thành công là rất lớn. Chỉ cần doanh nghiệp huy động một tỉ lệ tài trợ bằng nợ vay dù rất thấp cũng dẫn đến một rủi ro rất cao do khả năng phá sản hoàn toàn; vì lẽ đơn giản công ty không có lưu lượng tiền tệ để thanh toán các khoản nợ đến hạn, từ đó gây nên tình trạng khó khăn cho tài chính doanh nghiệp.

Mặt khác, lợi ích của cấu trúc tài chính có sử dụng nợ tạo nên được từ sự tác động của lá chắn thuế, làm cho chi phí sử dụng vốn thấp cũng không thể hiện được trong giai đoạn này; bởi vì doanh nghiệp mới khởi sự có thể phải chịu lỗ kế toán hay lãi danh nghĩa trong các năm đầu hoạt động. Tóm lại, từ những phân tích trên cho thấy nhu cầu về rủi ro tài chính trong giai đoạn khởi sự là rất thấp, hay nói cách khác bất kì một sự gia tăng nào bằng nợ vay cũng sẽ dẫn doanh nghiệp đến một nguy cơ rất lớn về khó khăn tài chính.

Mô hình tổng thể áp dụng cho các doanh nghiệp mới khởi sự

Như đã trình bày ở trên, trong giai đoạn khởi sự với mức độ rủi ro kinh doanh quá cao doanh nghiệp nên tìm một nguồn tài trợ thích hợp nào đó nhằm hạn chế rủi ro tài chính, tránh việc tạo ra rủi ro tổng thể vượt quá mức chịu đựng của doanh nghiệp. Vậy trong giai đoạn này doanh nghiệp nên chọn nguồn tài trợ nào? Và ai sẽ là nhà đầu tư dám chấp nhận rủi ro cao để tài trợ cho doanh nghiệp?

Bất cứ cấu trúc tài chính nào thì thành phần của nó cũng gồm hai nguồn cơ bản là nợ và vốn cổ phần. Có ba lí do để doanh nghiệp không sử dụng nợ trong cấu trúc tài chính của mình ở giai đoạn này là:

- Thứ nhất: Khi vay nợ để tài trợ trong cấu trúc vốn, doanh nghiệp phải thế chấp tài sản. Điều này gây khó khăn cho doanh nghiệp mới khởi sự vì trong giai đoạn này tài sản của doanh nghiệp còn rất ít chưa đủ để đáp ứng nhu cầu vay của doanh nghiệp.
- Thứ hai: Nếu ngân hàng cho doanh nghiệp vay mà không đặt nặng đến tài sản thế chấp thì doanh nghiệp phải trả cho ngân hàng một lãi suất rất cao, điều này là đương nhiên vì rủi ro của việc thu hồi nợ không được rất cao và rủi ro này sẽ được tính vào lãi suất cho vay của ngân hàng. Tuy nhiên lãi suất trần sẽ không cho phép làm điều này (trần lãi suất thường áp dụng ở các nước đang phát triển trong đó có Việt Nam).
- Thứ ba: Cho dù ngân hàng cho doanh nghiệp vay, cho dù lãi suất trần cho phép, doanh nghiệp cũng không nên vay, bởi vì lúc này, nếu vay nợ, doanh nghiệp sẽ phải gánh chịu rủi ro tài chính rất cao.

Như vậy, trong giai đoạn khởi sự với mức độ rủi ro kinh doanh rất cao thì tài trợ bằng vốn cổ phần xem như là thích hợp nhất. Thế nhưng, ngay cả đầu tư bằng vốn cổ phần cũng khó mà huy động được do doanh nghiệp khởi sự thường không đủ các tiêu chuẩn cần thiết của Ủy ban chứng khoán trong việc phát hành chứng khoán ra công chúng. Mặt khác, với mức độ rủi ro tổng thể cao của doanh nghiệp sẽ

chỉ hấp dẫn được các nhà đầu tư mạo hiểm - những nhà đầu tư sẵn sàng để chấp nhận một rủi ro cao để kì vọng một mức lợi nhuận cao tương ứng. Trên lý thuyết các nhà đầu tư rất quan tâm đến việc họ sẽ nhận cổ tức hay đạt được thu nhập qua chênh lệch do chuyển nhượng vốn. Tuy nhiên, chính sách cổ tức để nghị cho một công ty mới khởi sự thường là tỷ lệ chi trả cổ tức bằng không. Thêm vào đó, dòng tiền của một doanh nghiệp mới thành lập thường là âm ở mức cao và cần các nguồn tiền mới cho các cơ hội đầu tư có sẵn của công ty. Nếu tài trợ bằng nợ vay không thích hợp, thì phải bằng vốn cổ phần tức là nếu các nhà đầu tư đòi hỏi cổ tức, họ cũng phải đầu tư thêm tiền vào doanh nghiệp để chi trả cho cổ tức này. Trong một thị trường hoàn hảo điều này có thể chấp nhận được, thế nhưng do trong thực tế chi phí giao dịch đi với việc huy động vốn cổ phần mới rất tốn kém cho các doanh nghiệp rủi ro cao mới khởi sự. Các chi phí này không những cao mà còn khá cố định; nghĩa là chỉ cần một huy động nhỏ về vốn cổ phần cũng sẽ phát sinh một khoản chi phí rất tốn kém. Các chi phí này bao gồm các chi phí về pháp lý và chi phí chuyển môn phải trả. Vì vậy, việc trả cổ tức và huy động cổ phần mới thay thế cho nguồn tiền chi trả cổ tức này là không hợp lý.

Tóm lại, trong giai đoạn khởi sự, với các đặc điểm về rủi ro đã trình bày, khả năng tài trợ bằng vốn vay lẫn vốn cổ phần đều không khả thi. Thế thì, cấu trúc vốn trong giai đoạn này nên được tài trợ bằng gì? Qua nghiên cứu, cho thấy: tài trợ bằng phát hành trái phiếu, bằng tín dụng thuê mua, hay thu hút vốn của các nhà đầu tư không chấp nhận rủi ro cao đều không thực hiện được mà chỉ có nguồn vốn mạo hiểm từ các quỹ đầu tư mạo hiểm là thích hợp nhất; bởi các quỹ đầu tư mạo hiểm là một định chế tài chính trung gian chuyên đầu tư vào các doanh nghiệp mới khởi sự nhằm mong đợi một sự gia tăng thu nhập cao hơn mức bình quân để bù đắp cho rủi ro của khoản đầu tư có mức độ cao hơn mức bình quân. Chỉ có các nhà đầu tư này mới sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao đầu tư vào các doanh nghiệp mới khởi sự dưới nhiều hình thức đầu tư đa dạng. Đương nhiên các nhà đầu tư vốn mạo hiểm này sẽ yêu cầu một tỉ suất sinh lợi cao để bù đắp cho rủi ro cao mà họ phải gánh chịu. Tỉ suất sinh lợi cao ở đây chỉ thể hiện ở phần chênh lệch do chuyển nhượng vốn; tức là phần giá trị cổ phiếu tăng thêm sau này so với giá trị ban đầu của chúng chứ không phải là phần lợi tức mà nhà đầu tư nhận được. Bởi vì lúc này do lưu lượng tiền tệ trong năm rất thấp, thậm chí bị âm đã làm cho lợi tức cổ phần bằng không.

Chỉ có thông qua quỹ đầu tư mạo hiểm chiến lược tài trợ của doanh nghiệp ở giai đoạn này mới đạt đến hiệu quả cao nhất, đó là sự gia tăng của giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, để có thể huy động vốn thông qua hình thức này điều kiện đầu tiên và quan trọng đối với các doanh nghiệp khởi sự là phải chứng tỏ được sản phẩm của mình có hiệu quả, tiềm năng về thị trường sản phẩm, triển vọng tăng trưởng tương lai rất cao.

Các vấn đề này được minh họa ở bảng sau:

Doanh nghiệp khởi sự	
Rủi ro kinh doanh	Rất cao
Rủi ro tài chính	Rất thấp
Nguồn tài trợ	Vốn mạo hiểm
Chính sách cổ tức	Tỉ lệ chi trả cổ tức bằng không
Triển vọng tăng trưởng tương lai	Rất cao
Bội số giá / thu nhập (P/E)	Rất cao
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	Danh nghĩa hoặc âm
Giá cổ phiếu	Tăng nhanh hoặc biến động cao